

2025年03月26日

云天化 (600096)

——磷肥及非肥业务毛利率同比提升，资产负债率继续下降，分红率再次提升

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)**投资要点：**

- **公司发布 2024 年年报，业绩符合预期。**24 年公司实现营业收入 615.37 亿元 (yoy-11%)，归母净利润为 53.33 亿元 (yoy+18%)，扣非后归母净利润为 51.90 亿元 (yoy+15%)，毛利率同比提升 2.32pct 至 17.50%，财务费用率同比下滑 0.23pct 至 0.79%，业绩符合预期。其中 24Q4 公司实现营业收入 148.13 亿元 (YoY-6%，QoQ+1%)，归母净利润 9.09 亿元 (YoY+11%，QoQ-43%)，扣非后归母净利润为 8.45 亿元 (YoY-9%，QoQ-46%)，毛利率环比提升 1.31pct 至 19.12%，财务费用率环比下滑 0.03pct 至 0.69%。公司 2024 年业绩同比增长的主要原因为：1.主要产品产、销量同比增加；2.硫磺、煤炭等主要大宗原材料采购成本同比下降；3.带息负债规模和财务费用同比进一步降低；4.完成子公司磷化集团少数股权回购，享有的归母净利润同比增加。24Q4 年单季度业绩环比下滑，我们预计主要系 1) 期间费用率环比提升 2.78pct 至 7.1%；2) 资产减值损失环比增加 5.14 亿元至 5.12 亿元。
- **分红率继续提升，24 年分红率约 47.86%，对应当前股息率 6.1%。**公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 14 元 (含税)，合计派发现金红利约 25.52 亿元，占 24 年归母净利润的 47.86%，以 3 月 24 日市值计算，股息率为 6.1%。
- **24 全年磷肥售价及毛利率双升，磷矿高景气支撑盈利。**根据公司年报及经营数据，24 年磷肥销量 464.25 万吨 (YoY-6%)，销售均价 3388 元/吨 (YoY+4%)，毛利率 37.93% (YoY+4.97 pct)。公司 24Q4 磷肥销量 105.0 万吨 (YoY-5%，QoQ-14%)，销售均价 3449 元/吨 (YoY-0.4%，QoQ+6%)。根据百川盈孚数据，24 年国内磷矿均价 1014 元/吨 (YoY+2%)，磷矿高景气支撑公司盈利。
- **青海云天化并表，尿素量增但价格仍承压，非肥业务毛利有所改善。**根据公司年报，24 年尿素销量 275.29 万吨 (YoY+11%)，销售均价 2043 元/吨 (YoY-12%)，毛利率 23.01% (YoY-10.20 pct)。24Q4 尿素销量 70.5 万吨 (YoY+23%，QoQ+13%)，销售均价 1824 元/吨 (YoY-24%，QoQ-8%)。根据百川盈孚数据，24Q4 云南尿素小颗粒均价 2259 元/吨 (YoY-12%，QoQ-4%)，若后续尿素出口放开，盈利有望修复。非肥业务方面，24 年聚甲醛销量 11.09 万吨 (YoY+2%)，销售均价 11566 元/吨 (YoY-1%)，毛利率 28.56% (YoY+2.68 pct)，饲料级磷酸钙盐销量 58.81 万吨 (YoY+2%)，销售均价 3455 元/吨 (YoY+11%)，毛利率 35.37% (YoY+4.17 pct)。24Q4 公司聚甲醛销量 2.9 万吨 (YoY+18%，QoQ+4%)，销售均价 11513 元/吨 (YoY-6%，QoQ-1%)、饲料级磷酸钙盐销量 16.4 万吨 (YoY-7%，QoQ+4%)，销售均价 3507 元/吨 (YoY+11%，QoQ-1%)。
- **负债结构持续优化，资产负债率下滑至 52.26%。**强化可控费用的管理与优化，扎实开展国企改革，持续优化负债规模和结构，资产负债表继续优化。公司持续加强应收账款清收，稳步压降资金占用，同时强化母子公司资金的集中管控，优化借款结构，不断降低公司带息负债规模。24 年末公司资产负债率为 52.26%，同比下滑 5.87pct，后续有望进一步优化。
- **投资分析意见：**一体化优势明显的磷化工企业，资产负债结构持续优化，同时转型布局精细磷化工业务、磷矿资源高效开发及氟硅资源综合利用项目，考虑到尿素价格下行，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测为 55.18、57.52 亿元 (前值为 58.15、61.23 亿元)，并新增 2027 年归母净利润预测为 60.37 亿元，对应的 EPS 分别为 3.01、3.14、3.29 元，目前市值对应的 PE 分别为 8X、8X、7X。我们仍然看好磷矿资源价值属性，维持增持评级。
- **风险提示：**1.磷矿石、磷肥、黄磷、聚甲醛等价格持续下跌；2.减债进度低于预期，资产负债率上行；3.期间费用大幅增长；4.分红率下滑。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	69,060	61,537	61,336	61,120	60,235
同比增长率 (%)	-8.3	-10.9	-0.3	-0.4	-1.4
归母净利润 (百万元)	4,522	5,333	5,518	5,752	6,037
同比增长率 (%)	-24.9	17.9	3.5	4.2	5.0
每股收益 (元/股)	2.47	2.91	3.01	3.14	3.29
毛利率 (%)	15.2	17.5	18.2	18.2	18.7
ROE (%)	24.1	23.9	21.5	19.7	18.4
市盈率	10	8	8	8	7

注：“市盈率”是指目前股价除以每年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

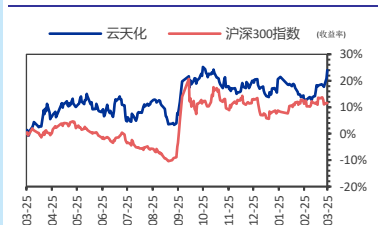
市场数据： 2025年03月25日

收盘价 (元)	23.68
一年内最高/最低 (元)	24.89/18.22
市净率	1.9
息率 (分红/股价)	4.22
流通 A 股市值 (百万元)	43,437
上证指数/深证成指	3,369.98/10,649.08

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2024年12月31日

每股净资产 (元)	12.19
资产负债率%	52.26
总股本/流通 A 股 (百万)	1,834/1,834
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：**相关研究**

《云天化 (600096) 深度：磷资源赋能矿化一体，长景气携高分红共振》
2024/09/08

证券分析师

马昕晔 A0230511090002
maxy@swsresearch.com
宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

研究支持

李绍程 A0230124070001
lisc@swsresearch.com

联系人

马昕晔
(8621)23297818x
maxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	69,060	61,537	61,336	61,120	60,235
其中: 营业收入	69,060	61,537	61,336	61,120	60,235
减: 营业成本	58,579	50,767	50,185	49,989	48,995
减: 税金及附加	825	958	859	856	843
主营业务利润	9,656	9,812	10,292	10,275	10,397
减: 销售费用	800	760	736	733	723
减: 管理费用	989	1,111	920	917	904
减: 研发费用	550	581	613	611	602
减: 财务费用	703	488	572	440	305
经营性利润	6,614	6,872	7,451	7,574	7,863
加: 信用减值损失 (损失以“-”填列)	10	68	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以“-”填列)	-446	-556	-100	-100	-100
加: 投资收益及其他	629	758	650	750	850
营业利润	6,825	7,138	8,015	8,243	8,633
加: 营业外净收入	-245	-89	-80	-40	-20
利润总额	6,579	7,049	7,935	8,203	8,613
减: 所得税	1,086	1,006	1,487	1,531	1,603
净利润	5,493	6,043	6,448	6,673	7,010
少数股东损益	971	710	930	921	973
归属于母公司所有者的净利润	4,522	5,333	5,518	5,752	6,037

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。